

**Ключевые слова:**

финансовая глобализация,  
финансовое развитие,  
переходные страны,  
панельные данные,  
обобщенный метод моментов

**Э. Д. Товар Гарсиа**, доктор экономики Университета Барселоны,  
консультант Всемирного банка  
в Центре мониторинга качества образования НИУ ВШЭ  
(e-mail: beno09@yahoo.com)

# Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик

*Финансовая система — это канал, через который финансовая глобализация влияет на экономическое развитие. Если глобализация способствует ему, то это проистекает, по крайней мере, частично, из влияния на финансовое развитие. Поэтому надо обратить внимание на связь между двумя этими процессами. В частности, эмпирическая литература утверждает, что с процессом глобализации можно импортировать развитую финансовую систему через доступ к финансовым инновациям. Кроме того, новые иностранные экономические участники могут ограничить власть локальных экономических групп, которые противостоят финансовому развитию.*

**В** этом контексте важно исследовать, какое влияние оказывает степень вовлеченности в финансовую глобализацию на финансовое развитие в странах с переходной экономикой. Эта работа начинается с краткого описания теории, определяются основные понятия и функции финансовой системы, а также описываются эмпирические результаты других исследований. Далее определяется эконометрическая модель — оценка по обобщенному методу моментов (англ. — *generalized method of moments, GMM*) для динамических панельных данных, введенному М. Ареллано и С. Бондом<sup>1</sup>. В конце обсуждаются результаты и выводы.

---

Автор выражает особую благодарность Е. В. Гусевой за замечания к данной статье.

<sup>1</sup> См.: Arellano M., Bond S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations // *The Review of Economic Studies*. — 1991. — 58. — P. 277–297.

**ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ И ГЛОБАЛИЗАЦИЯ**

Ортодоксальные экономисты аргументируют, что глобализация имеет свои плюсы: «В длительной перспективе международная открытая финансовая система могла бы быть более конкурентной, прозрачной и эффективной, чем закрытая»<sup>2</sup>. Свободное движение капиталов означает их оптимальную локализацию<sup>3</sup>.

Но экономический рост в течение последних 30 лет был меньше, чем в 1960-е и 1970-е гг. Кроме того, современная глобализация характеризуется финансовыми колебаниями — развитые, развивающиеся и переходные страны в свое время переживали финансовые кризисы: Мексика (1994–1995), Азия, включая Японию (1997), Россия (1998), Бразилия (1998–1999), Аргентина (2000–2001), США (2007–2008), страны Европы (2011–2012).

Кризис — главный аргумент противников глобализации. Но если у страны развитая финансовая система и хорошее регулирование (институты), тогда глобализация будет способствовать экономическому развитию благодаря влиянию на правильное распределение финансовых ресурсов. Поэтому можно говорить, что финансовое развитие является ключевым для достижения положительных результатов.

Степень развития финансовой системы характеризуется эффективностью, с которой эта система выполняет свои функции:

- производит информацию о возможностях инвестиций и локализации капитала;
- следит за инвестициями и влияет на корпоративное управление после осуществления финансирования;
- облегчает управление рисками;
- мобилизует и аккумулирует сбережения экономических субъектов;
- способствует связи между реальной и денежной системами<sup>4</sup>.

В мире существуют финансовые системы, которые исполняют перечисленные функции лучше других, и благодаря глобализации можно импортировать развитую систему (или ее элементы) через процесс заимствования. При этом некоторые группы интересов могут быть не заинтересованы в финансовом развитии, т. к. при глобализации они потеряют власть, привилегии и иммунитет из-за конкуренции с иностранными участниками, которые захотят усовершенствовать финансовую систему, чтобы эффективнее работать на внутреннем рынке той или иной страны<sup>5</sup>. Также предполагается, что иностранные участники вместе с инвестициями принесут технологии и инновации<sup>6</sup>.

Размышляя над каждой из основных функций финансовой системы (улучшение которых повышает уровень ее развития), можно предположить ряд эффектов:

---

<sup>2</sup> Obstfeld M. *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?* // World Bank, Commission on Growth and Development, Working paper No. 34. — 2008. — P. 2.

<sup>3</sup> Но такие результаты не получаются, если нет полной информации (см.: Stiglitz J. *Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability* // World Development. — 2000. — 28 (6). — P. 1075–86), а также если у системы нет правильных институтов (см., например: Arestis P., Nissanke M., Stein H. *Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory* // Eastern Economic Journal. — 2005. — 31 (2). — P. 245–63).

<sup>4</sup> См.: Levine R. *Finance and Growth: Theory and Evidence* // Handbook of Economic Growth / Aghion P., Durlauf S. eds. — Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, 2005. — P. 865–934.

<sup>5</sup> См.: Rajan R. G., Zingales L. *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century* // Journal of Financial Economics. — 2003. — 69. — P. 5–50.

<sup>6</sup> См.: De Gregorio J. *Financial Integration, Financial Development and Economic Growth* // Estudios de Economía. — 1999. — 26 (2). — P. 137–161.

1. Глобализация уничтожит привилегированную информированность групп интересов на финансовом рынке, потому что финансовая система должна отвечать требованиям внешних участников (которые приводят к конкуренции посредников), что способствует получению более достоверной и глубокой **информации**<sup>7</sup>. Но если внешние участники заинтересованы в сотрудничестве с группами интересов для сохранения ограниченного доступа к информации, а не в конкурентоспособном финансовом рынке, тогда улучшения информированности в системе не произойдет.

2. При финансовой глобализации посредники могут импортировать лучшие административные практики и финансовые техники, улучшая тем самым **корпоративное управление**. Во многих странах существуют крупные группы интересов, сформированные самыми богатыми семьями, которые в согласии с правительством контролируют решения о распределении ресурсов на финансовом рынке. Но они не могут контролировать внешних участников, самостоятельно решающих, как им размещать капиталы, и наблюдающих за деятельностью акционерных компаний. С другой стороны, при глобализации можно получить большую ликвидность, что позволяет финансовым участникам не беспокоиться по вопросу корпоративного управления.

3. Финансовая глобализация способствует **распределению риска**, что очевидно на мировом уровне. Но также это происходит в каждой отдельной стране, потому что национальные капиталы могут экспортироваться за границу с целью распределения риска. Страна сможет давать займы в благополучные периоды и заимствовать в неблагополучные, таким образом, колебания в инвестициях, потреблении и доходах не будут большими. Глобализация содействует переходу от портфельных инвестиций с низким риском и низкой прибылью к портфельным инвестициям с большим риском и высокой прибылью<sup>8</sup>. Кроме того, финансовые контракты, способствующие распределению риска, в этом случае будут затрагивать страны, где они до этого не существовали. Но если финансовые участники предпочитают национальные активы и товары внутреннего рынка, а международная торговля характеризуется высокими транзакционными издержками, тогда не будет мотивации для международной диверсификации риска.

4. Международное движение капиталов помогает привлекать и объединять **сбережения** в мировом масштабе. Возможность инвестировать внутренние сбережения вне дома в поисках лучшей доходности активизирует работу финансовых агентов по объединению внутреннего капитала. Предполагается, что внешние сбережения не заменяют внутренние. Но если финансовая глобализация предохраняет от неустойчивости в финансовых рынках, тогда нет необходимости сберегать и можно строить развитую систему без значительного увеличения сбережений<sup>9</sup>.

5. Финансовая глобализация уменьшает международные транзакционные издержки и благодаря этому способствует связи между **финансовым и реальным секторами** международной экономики.

---

<sup>7</sup> Напомним, что в условиях совершенной конкуренции существует полная информация.

<sup>8</sup> См.: Obstfeld M. *Risk-Taking, Global Diversification, and Growth* // *American Economic Review*. — 1994. — 84. — P. 1310–1329.

<sup>9</sup> См.: Naceur S. B., Ghazouani S., Omran M. *Does Stock Market Liberalization spur Financial and Economic Development in the MENA Region* // *Journal of Comparative Economics*. — 2008. — 36. — P. 673–693.

## ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ЭМПИРИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Б. Балтаджи, П. Деметриадес и С. Х. Лоу<sup>10</sup> резюмируют главные эмпирические исследования связи между финансовой глобализацией и финансовым развитием. В течение последнего десятилетия количество литературы увеличилось, но действительно важных статей в ней не более десятка. В исследованиях использовались выборки по развитым и развивающимся странам, однако в целом авторы уделяют недостаточно внимания изучению отдельных групп стран. О переходных странах написано очень мало, но В. Бьютер и А. Тачи<sup>11</sup> отмечают, что легальный (институциональный) переход оказывает положительное влияние на кредитование частного сектора. Реформа банковской системы приводит к увеличению объемов инвестиций иностранных банков, а приватизация позитивно воздействует на рынок ценных бумаг. Авторы приходят к выводу, что финансовый сектор переходных стран (правда, не всех) развился, но все еще нуждается в улучшении корпоративного управления и институциональной структуры<sup>12</sup>.

Для измерения финансового развития как объясняемой переменной авторы используют типичные показатели кредитного рынка (денежный агрегат МЗ или кредит частному сектору в процентах к ВВП) и некоторые показатели рынка ценных бумаг (капитализацию акционерных рынков, полную стоимость обращенных в товар акций или эмиссию акций в процентах к ВВП).

Исследователи редко используют термин «финансовая глобализация» как объясняющую переменную, в литературе чаще встречаются частичные синонимы, такие как «либерализация», «открытость экономики» или «свободное движение капитала». Кроме того, показатели основываются на счете капитала, особенно часто используется информация Международного валютного фонда — Годовой отчет о валютных режимах и валютных ограничениях (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions). В немногих работах применены показатели финансовой интеграции или международных потоков капитала.

Сначала связь «финансовая глобализация — финансовое развитие» анализировали с помощью графиков и эконометрических моделей методом наименьших квадратов (МНК), потом начали использовать панельные данные (ПД) и недавно стали применять GMM для динамических панельных данных.

Часто инфляция, ВВП и открытый внешнеторговый режим (определяемый как сумма импорта и экспорта, разделенная на ВВП) — это контрольные переменные. В модели также начали включать институциональные переменные, потому что институциональная структура является основным фактором финансового развития<sup>13</sup>.

В общем, авторы приходят к выводу, что финансовая глобализация способствует финансовому развитию, особенно в развитых странах и на формирующихся рынках (*emerging markets*), но в отсталых странах положительное воздействие не было найдено. Кроме того, результаты показывают, что страны с высоким уровнем институциональной структуры получают более выраженное позитивное влияние.

<sup>10</sup> См.: Baltagi B., Demetriades P., Law S. H. *Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data* // *Journal of Development Economics*. — 2009. — 89. — P. 285–296.

<sup>11</sup> См.: Buiter W., Taci A. *Capital Account Liberalization and Financial Sector Development in Transition Countries* // *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future* / Bakker F. P., Chapple B. eds. — Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2003. — P. 105–141.

<sup>12</sup> В. Бьютер и А. Тачи не анализировали связь «финансовая глобализация — финансовое развитие», но они высказали связанные с этим интересные идеи.

<sup>13</sup> См.: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. *Law and Finance* // *Journal of Political Economy*. — 1998. — 106 (6). — P. 1113–1155.

## СПЕЦИФИКАЦИЯ МОДЕЛИ И ИСТОЧНИКИ ДАННЫХ

После изучения разных эконометрических моделей, применявшихся в исследованиях, можно сказать, что оценка по GMM для динамических панельных данных (двухшаговому), введенному М. Ареллано и С. Бондом, является наилучшим методом отбора, т. к. использует состоятельную оценку матрицы дисперсии-ковариации, смягчает предположку независимости объясняющих переменных и гомоскедастичности и исправляет автокорреляцию второго порядка.

Это уравнение оценивается в первых разностях и включает запаздывающую объясняемую переменную как объясняющую; можно контролировать эндогенные проблемы для всех детерминант, потому что используются лаги переменных как инструменты<sup>14</sup>. Кроме того, объясняющие переменные выражаются в логарифмической форме с одним лагом, для того чтобы предвидеть одновременность и двустороннюю причинную связь<sup>15</sup>:

$$\ln FD_{it} = \rho_0 + \rho_1 \ln FD_{it-1} + \rho_2 \ln FG_{it-1} + \ln X'_{it-1} \beta + \rho_3 D1_i + u_{it}, \quad (1)$$

где  $FD$  — финансовое развитие;

$FG$  — финансовая глобализация;

$X$  — переменные контроля: ВВП на душу населения, в постоянных ценах 2000 г., \$ (GDP); инфляция (INFLA); открытый внешнеторговый режим (XM) — сумма импорта и экспорта, разделенная на ВВП;

$\rho$ ,  $\beta$  — коэффициенты, которые мы будем оценивать;

$u$  — случайная ошибка;

$D1$  — фиктивная переменная: страна, входящая в Содружество Независимых Государств (СНГ), — 1, другая страна — 0.

В качестве переменной контроля используется GDP, потому что экономическая литература связывает экономический рост с финансовым развитием<sup>16</sup>. Инфляция выбрана потому, что она может нарушать процесс принятия решений как следствие номинальных величин. Кроме того, контролируя инфляцию, можно ограничить чрезмерное вмешательство финансовых посредников, что одновременно укрепляет сбережение реальных активов<sup>17</sup>. Открытый внешнеторговый режим выступает как переменная контроля, потому что существует эмпирическая очевидность, которая связывает его с финансовым развитием<sup>18</sup>.

Кроме того, литература советует включать институциональные переменные, но они незначительно изменяют величину из-за метода измерения и поэтому в данном исследовании не используются. Предполагается, что в переходных странах существует одинаковый уровень институционального развития.

<sup>14</sup> Используется максимум 2 лага.

<sup>15</sup> Коэффициенты выражают короткий период эффектов; если их разделить на  $(1 - \rho_1)$ , то получатся коэффициенты длительного периода. Предполагается, что ошибки не коррелируют друг с другом, особенно второго порядка. Используется тест Саргана об обоснованности выбора инструментов в модели.

<sup>16</sup> См.: Levine R. *Finance and Growth: Theory and Evidence* // *Handbook of Economic Growth* / Aghion P., Durlauf S. eds. — Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, 2005. — P. 865–934.

<sup>17</sup> См.: Roubini N., Sala-i-Marti X. *A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression* // *Journal of Monetary Economics*. — 1995. — 35. — P. 275–301.

<sup>18</sup> См.: Do Q., Levchenko A. *Trade and Financial Development* // *World Bank, Policy Research Working Paper No. 3347*. — 2004.

Главная проверяемая гипотеза — финансовое развитие положительно зависит от степени финансовой глобализации. С переменными контроля, за исключением инфляции, ожидается положительная связь. Сведения были взяты из базы показателей мирового развития (World Development Indicators — WDI) Всемирного банка за 2005 и 2008 гг. и из базы данных Т. Бека, А. Демиргуч-Кунта и Р. Левина<sup>19</sup>. Это ежегодные данные за период 1995–2008 гг. для 26 переходных стран.

## ВЫБОР ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ

Одна из главных проблем эмпирического анализа финансового развития — это показатели, которые не позволили выявить истинную сущность теории<sup>20</sup>. Эмпирическим путем было найдено, что высокие уровни показателей кредита/ВВП или М2/ВВП не означают развитую финансовую систему.

В связи с этим в исследовании используются шесть показателей финансового роста, три из которых касаются кредитного рынка: ликвидная задолженность — денежный агрегат М2/ВВП (LLY); кредит, предоставляемый банковским сектором и другими финансовыми учреждениями частному сектору, разделенный на ВВП (PCFS); депозиты финансовой системы, разделенные на ВВП (FSD). Другие три показателя — для рынка ценных бумаг: капитализация фондового рынка, разделенная на ВВП (STMK); полная стоимость обращенных в товар акций, разделенная на ВВП (STTV); обращенные в товар акции, пропорция к объему продаж (STTR)<sup>21</sup>.

Кроме того, в этом исследовании используются четыре новых показателя, которые лучше отражают четыре функции финансовой системы<sup>22</sup> и благодаря этому характеризуют финансовое развитие.

Первый показатель — это банковская концентрация (INFORMA), активы трех крупнейших банков, разделенные на полные активы банковской системы. Это мера конкуренции (для неоклассиков большая конкуренция влечет за собой полную информацию), поэтому INFORMA отражает первую финансовую функцию — производство информации о возможностях вложения и локализации капитала.

Применяются также банковские депозиты, разделенные на сумму депозитов коммерческих банков и центрального банка (CONTROL). Этот показатель позволяет измерять вторую функцию — влияние на корпоративное управление, потому что аппроксимирует переход сбережений в инвестиции, способствует контролю фирм и управлению рисками со стороны центрального банка<sup>23</sup>.

Третью функцию финансовой системы — диверсификацию риска — можно измерять показателями изменчивости потребления<sup>24</sup>. Сначала рассчитывается ежегодный темп

<sup>19</sup> См.: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Financial Institutions and Markets across Countries and over Time Data and Analysis* // World Bank, Policy Research Working Paper No. 4943. — 2009.

<sup>20</sup> См.: Levine R. *Finance and Growth: Theory and Evidence* // Handbook of Economic Growth / Aghion P., Durlauf S. eds. — Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, 2005. — P. 865–934.

<sup>21</sup> Показатели имеют корректировку с поправкой на индекс цен, для более подробной информации см.: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Financial Institutions and Markets across Countries and over Time Data and Analysis* // World Bank, Policy Research Working Paper No. 4943. — 2009.

<sup>22</sup> Не было возможности найти показатель пятой функции (способствовать установлению связи между реальной и денежной системами).

<sup>23</sup> См.: Huang Y. *What Determines Financial Development?* // University of Bristol, Discussion Paper No. 05/580. — 2005.

<sup>24</sup> См., например: Bekaert G., Harvey C. R., Lundblad C. *Growth Volatility and Equity Market Liberalization* // Journal of International Money and Finance. — 2006. — 25. — P. 370–403; Kose M. A., Prasad E. S., Terrones M. E. *How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels* // IZA, Discussion Paper No. 2903. — 2007.

роста потребления, потом используется среднее квадратическое отклонение каждых пяти лет — это и будет требуемый показатель. Таким же образом можно вычислить изменчивость дохода исходя из динамики ВВП. Если изменчивость потребления разделить на изменчивость дохода, то получается мера диверсификации риска (RISK).

Четвертый показатель — кредит банка, разделенный на депозит в банке (SAVE), — измеряет способности банков к переводу общественных сбережений в частный сектор, поэтому отражает четвертую финансовую функцию — мобилизацию и соединение сбережений.

## **ВЫБОР ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

Исследователи создали много показателей для измерения уровня финансовой глобализации, и трудно найти один единственный, который удовлетворял бы всех. Идет обсуждение того, что должен отражать показатель — факты (*de facto*) или политику (*de jure*)<sup>25</sup>. В настоящее время большая часть исследований концентрируется на анализе эффектов финансовой открытости. Проблема в том, что для переходных стран не существует этой меры *de jure* в длительном периоде<sup>26</sup>.

Финансовая открытость — основная характеристика финансовой глобализации, и величина международных валовых потоков капитала представляет собой основное отражение процесса глобализации. Кроме того, глобализация влечет за собой финансовую взаимозависимость, которая может быть измерена конвергенцией цен, в данном случае ставкой процента (ценой капитала). Поэтому в статье используются два показателя финансовой глобализации: международные валовые потоки частного капитала (FLOW) и интеграция ставки процента (INTERE).

FLOW определяется как сумма абсолютных величин прямых, портфельных и других иностранных инвестиций, включая отток и приток финансового капитала и исключая изменения актива и пассива государства. Важно понимать, что речь идет о валовых потоках. Потоки в пассиве и в активе важны для финансовой глобализации, поэтому они должны суммироваться. Нельзя думать, что мы правильно определим уровень глобализации, вычислив разность притока и оттока капитала, потому что это чистое сальдо, которое может сильно отличаться от валовой величины.

INTERE — показатель финансовой взаимозависимости, или интеграции. Напомним, что цена капитала — это ставка процента. Поэтому, если международные потоки капитала свободно перемещаются между странами, их ставки процентов совпадают<sup>27</sup>. Чтобы измерить этот процесс совпадения, вычисляется переменная интеграции реальной ставки процента INTERE. Используется реальная процентная ставка кредитора, вычисляется средняя ставка по странам «Большой семерки» (G7): США, Канада, Англия, Италия, Франция, Япония и Германия, которые больше способствуют международным потокам капитала. Если ставка процента той или иной страны приближается к ставке процента G7, данная страна имеет большую степень интеграции, следовательно, большую степень финансовой глобализации. INTERE — это разница между ставкой процента страны и ставкой процента G7 в абсолютных величинах. Таким образом, чем ближе этот показатель к нулю, тем выше интеграция.

---

<sup>25</sup> См., например: Chinn M. D., Ito H. A New Measure of Financial Openness // *Journal of Comparative Policy Analysis*. — 2008. — 10 (3). — P. 309–322; Lane P., Milesi-Ferretti G. M. *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004* // IMF, Working Paper No. 06/69. — 2006.

<sup>26</sup> Информация есть только за период 1995–1998 гг.

<sup>27</sup> См.: Obstfeld M., Taylor A. M. *Globalization and Capital Markets* // *Globalization in Historical Perspective* / Bordo M. D., Taylor A., Williamson J. G. eds. — Cambridge, Ma., NBER, 2003. — P. 121–188.

## ЭМПИРИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Эта статья вносит свой вклад в эмпирическую литературу, т. к., во-первых, мы используем два показателя финансовой глобализации, которые отражают ее главные характеристики, вместо того чтобы обсуждать, являются ли эти показатели *de jure* или *de facto*. Во-вторых, нами применяются четыре новых показателя финансового развития, которые отражают главные функции финансовой системы. И, в-третьих, в статье анализируется выборка по переходным странам, которые раньше не рассматривались с этой точки зрения.

Модель (1) трансформируется, чтобы использовать показатели глобализации, табл. 1 и 2 показывают главные результаты (по вертикали располагаются объясняемые переменные, по горизонтали — объясняющие). Объясняемые переменные в качестве объясняющих имеют значительные коэффициенты, поэтому можно сказать, что динамические панельные данные — правильная модель. Тест Саргана подтверждает обоснованность выбора инструментов, но тест для автокорреляции второго порядка показывает проблемы с переменными финансового роста<sup>28</sup>.

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПОТОКИ ЧАСТНОГО КАПИТАЛА И ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ

Преобразовывая модель (1), чтобы использовать потоки частного капитала (FLOW) как меру финансовой глобализации, получим уравнение:

$$\ln FD_{it} = \rho_0 + \rho_1 \ln FD_{it-1} + \rho_2 \ln FLOW_{it-1} + \ln X'_{it-1} \beta + \rho_3 D1_i + u_{it}. \quad (2)$$

В табл. 1 представлены результаты оценки регрессий (2). Валовые потоки частного капитала (FLOW) демонстрируют положительную связь с показателем кредита PCFS, которая является статистически значимой на уровне 5 %. Коэффициенты связи FLOW с показателями рынка ценных бумаг (STTV и STTR) являются статистически значимыми на 1%-ном уровне и имеют ожидаемый знак.

FLOW оказывает статистически значимое (на уровне 1 %) отрицательное влияние на CONTROL, поэтому можно сказать, что финансовая глобализация не способствует второй функции финансовой системы — слежению за инвестициями и влиянию на корпоративное управление после осуществления финансирования. FLOW не оказывает статистически значимого влияния на другие переменные.

Мера открытого внешнеторгового режима (XM) оказывает статистически значимое положительное влияние на CONTROL, поэтому способствует второй функции финансовой системы. Но коэффициенты связи XM с показателями INFORMA и STMK не имеют правильного знака, и они являются статистически значимыми. Иными словами, открытый режим ухудшает первую функцию финансовой системы и рост капитализации фондового рынка.

Другие переменные контроля — GDP и INFLA — показывают статистически значимые коэффициенты в большинстве случаев. Фиктивные переменные демонстрируют, что факт вхождения страны в СНГ отрицательно воздействует на рост рынка ценных бумаг<sup>29</sup>, а также что страны, входящие в СНГ, имеют менее развитый рынок ценных бумаг по сравнению с другими странами с переходной экономикой.

<sup>28</sup> Были сделаны разные трансформации модели, но не удалось устранить эту проблему. То же сделали Б. Балтаджи, П. Деметриадес и С. Х. Лоу (см.: Baltagi B., Demetriades P., Law S. H. *Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data // Journal of Development Economics*. — 2009. — 89. — С. 292). Единственное, что можно сказать, — к этим результатам нужно относиться с осторожностью.

<sup>29</sup> В СНГ входит Россия, но очевидно, что она исключение.



Таблица 1

Международные потоки частного капитала  
и финансовое развитие

|                                | Знак | Показатели кредита          |                            |                            | Показатели рынка ценных бумаг |                         |                          | Показатели финансового развития |                             |                            |                           |
|--------------------------------|------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------------|
|                                |      | LLY                         | PCFS                       | FSD                        | STMK                          | STTV                    | STTR                     | INFORMA                         | CONTROL                     | RISK                       | SAVE                      |
| Объясняемая переменная с лагом |      | 0,291<br>***<br>(0,068)     | 0,439<br>***<br>(0,046)    | 0,388<br>***<br>(0,051)    | 0,881<br>***<br>(0,110)       | 0,179<br>***<br>(0,053) | 0,170<br>***<br>(0,060)  | 0,1279<br>**<br>(0,061)         | 0,981<br>***<br>(0,008)     | 0,264<br>**<br>(0,113)     | 0,607<br>***<br>(0,046)   |
| FLOW                           | +    | 0,003<br>(0,007)            | 0,046<br>**<br>(0,019)     | 0,025<br>(0,017)           | -0,040<br>(0,069)             | 0,448<br>***<br>(0,123) | 0,477<br>***<br>(0,058)  | 0,017<br>(0,013)                | -0,026<br>***<br>(0,002)    | 0,121<br>(0,095)           | -0,015<br>(0,018)         |
| XM                             | +    | -0,062<br>(0,040)           | 0,025<br>(0,051)           | 0,037<br>(0,030)           | -1,350<br>***<br>(0,504)      | 0,122<br>(0,686)        | 0,325<br>(0,338)         | 0,180<br>***<br>(0,050)         | 0,047<br>***<br>(0,014)     | 0,475<br>(0,687)           | 0,182<br>(0,113)          |
| GDP                            | +    | 0,718<br>***<br>(0,066)     | 1,031<br>***<br>(0,216)    | 0,570<br>***<br>(0,143)    | 2,534<br>***<br>(0,593)       | 2,879<br>***<br>(1,019) | 2,087<br>***<br>(0,559)  | -0,381<br>***<br>(0,093)        | -0,364<br>***<br>(0,034)    | -3,128<br>(2,450)          | 0,845<br>***<br>(0,110)   |
| INFLA                          | -    | -0,0001<br>***<br>(0,00002) | -0,001<br>***<br>(0,00002) | -0,0002<br>***<br>(0,0001) | 0,005<br>***<br>(0,0004)      | 0,001<br>(0,001)        | 0,0003<br>(0,001)        | -0,0001<br>***<br>(0,00003)     | 0,0001<br>***<br>(5,60e-06) | -0,0004<br>***<br>(0,0001) | 0,0002<br>***<br>(0,0001) |
| D1                             |      | 0,017<br>***<br>(0,004)     | 0,021<br>(0,016)           | 0,035<br>***<br>(0,005)    | -0,124<br>***<br>(0,017)      | -0,216<br>**<br>(0,090) | -0,256<br>***<br>(0,032) | -0,008<br>(0,009)               | 0,035<br>***<br>(0,003)     | 0,172<br>(0,276)           | -0,025<br>***<br>(0,009)  |
| Число наблюдений               |      | 163                         | 161                        | 163                        | 131                           | 132                     | 133                      | 175                             | 189                         | 105                        | 195                       |
| Период                         |      | 1995–2006                   | 1995–2006                  | 1995–2006                  | 1995–2006                     | 1995–2006               | 1995–2006                | 1995–2006                       | 1995–2006                   | 1995–2006                  | 1995–2006                 |
| N × T                          |      | 17 × 10                     | 17 × 10                    | 17 × 10                    | 17 × 10                       | 17 × 10                 | 17 × 10                  | 20 × 10                         | 21 × 10                     | 12 × 10                    | 21 × 10                   |
| Тест Саргана (p-value)         |      | 12,293<br>(0,832)           | 11,013<br>(0,894)          | 13,676<br>(0,750)          | 10,688<br>(0,907)             | 14,484<br>(0,697)       | 12,191<br>(0,837)        | 14,535<br>(0,694)               | 17,285<br>(0,504)           | 7,012<br>(0,990)           | 16,878<br>(0,532)         |
| Тест для AR (1) (p-value)      |      | 1,941<br>(0,052)            | 1,598<br>(0,110)           | 1,419<br>(0,156)           | -0,136<br>(0,891)             | -2,240<br>(0,025)       | -2,595<br>(0,010)        | -1,700<br>(0,089)               | -2,728<br>(0,006)           | -1,646<br>(0,100)          | -2,307<br>(0,021)         |
| Тест для AR (2) (p-value)      |      | -1,725<br>(0,085)           | -0,698<br>(0,485)          | -1,189<br>(0,235)          | -1,864<br>(0,062)             | -0,570<br>(0,569)       | 1,690<br>(0,091)         | 1,313<br>(0,189)                | -2,232<br>(0,026)           | 1,175<br>(0,240)           | -0,474<br>(0,636)         |

Примечание: двухшаговая GMM-оценка (М. Арелано и С. Бонд, 1991).

В круглых скобках указаны стандартные ошибки; \* – значимо на уровне 10 %; \*\* – значимо на уровне 5 %; \*\*\* – значимо на уровне 1 %.

Источник: рассчитано автором.

## ФИНАНСОВАЯ ВЗАИМОЗАВИСИМОСТЬ И ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ

Преобразовывая модель (1), чтобы использовать интеграцию процентной ставки как меры финансовой глобализации, получаем уравнение:

$$\ln FD_{it} = \rho_0 + \rho_1 \ln FD_{it-1} + \rho_2 \ln INTERE_{it-1} + \ln X'_{it-1} \beta + \rho_3 D1_i + u_{it}. \quad (3)$$

В табл. 2 представлены результаты оценки регрессий (3). Коэффициенты связи INTERE с показателями LLY, FSD и SAVE являются статистически значимыми на 1%-ном

уровне и имеют правильный знак (минус). Иными словами, финансовая взаимозависимость способствует развитию рынка кредита, мобилизует и объединяет сбережения. А также INTERE оказывает статистически значимое (на 10%-ном уровне) отрицательное воздействие на обращенные в товар акции (STTV), хотя не влияет статистически значимо на другие показатели рынка ценных бумаг. Но коэффициент связи с INFORMA не имеет правильного знака, иными словами, INTERE ухудшает первую функцию финансовой системы. Фиктивные переменные и переменные контроля показывают аналогичные результаты модели (2). Снова ХМ ухудшает первую функцию финансовой системы, но улучшает вторую.

Таблица 2

### Финансовая взаимозависимость и финансовое развитие

|                                | Знак | Показатели<br>кредита       |                            |                             | Показатели<br>рынка ценных бумаг |                         |                         | Показатели<br>финансового развития |                              |                          |                           |
|--------------------------------|------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|---------------------------|
|                                |      | LLY                         | PCFS                       | FSD                         | STMK                             | STTV                    | STTR                    | INFORMA                            | CONTROL                      | RISK                     | SAVE                      |
| Объясняемая переменная с лагом |      | 0,428<br>***<br>(0,138)     | 0,613<br>***<br>(0,046)    | 0,669<br>***<br>(0,036)     | 0,847<br>***<br>(0,083)          | 0,274<br>***<br>(0,089) | 0,197<br>*<br>(0,108)   | 0,256<br>***<br>(0,041)            | 0,940<br>***<br>(0,012)      | 0,311<br>(0,423)         | 0,843<br>***<br>(0,013)   |
| INTERE                         | -    | -0,007<br>***<br>(0,002)    | -0,003<br>(0,003)          | -0,0065<br>***<br>(0,002)   | -0,016<br>(0,022)                | -0,053<br>*<br>(0,030)  | -0,023<br>(0,018)       | -0,007<br>***<br>(0,002)           | 0,0002<br>(0,001)            | 0,045<br>(0,042)         | -0,016<br>***<br>(0,003)  |
| ХМ                             | +    | -0,023<br>(0,032)           | 0,048<br>(0,096)           | 0,029<br>(0,041)            | -0,066<br>(0,493)                | -10,195<br>(10,023)     | -0,864<br>(0,763)       | 0,147<br>***<br>(0,046)            | 0,081<br>***<br>(0,011)      | 5,238<br>(3,209)         | 0,039<br>(0,029)          |
| GDP                            | +    | 0,751<br>***<br>(0,187)     | 1,214<br>***<br>(0,233)    | 0,537<br>***<br>(0,085)     | -0,039<br>(1,016)                | 3,647<br>***<br>(0,618) | 0,876<br>(0,829)        | -0,015<br>(0,052)                  | -0,334<br>***<br>(0,026)     | -9,431<br>**<br>(3,996)  | 0,581<br>***<br>(0,099)   |
| INFLA                          | -    | -0,0001<br>***<br>(0,00001) | -0,001<br>***<br>(0,00004) | -0,0002<br>***<br>(0,00002) | 0,005<br>***<br>(0,0003)         | 0,002<br>(0,002)        | 0,001<br>(0,001)        | -0,0001<br>***<br>(7,25e-06)       | 0,00003<br>***<br>(5,72e-06) | -0,001<br>**<br>(0,0003) | 0,0003<br>***<br>(0,0001) |
| D1                             |      | 0,0004<br>(0,005)           | -0,015<br>(0,016)          | 0,002<br>(0,006)            | 0,066<br>(0,125)                 | -0,197<br>**<br>(0,090) | -0,153<br>**<br>(0,062) | -0,020<br>***<br>(0,007)           | 0,033<br>***<br>(0,002)      | 0,445<br>**<br>(0,223)   | -0,014<br>**<br>(0,006)   |
| Число наблюдений               |      | 197                         | 195                        | 197                         | 160                              | 152                     | 152                     | 206                                | 222                          | 128                      | 233                       |
| Период                         |      | 1995–2008                   | 1995–2008                  | 1995–2008                   | 1995–2008                        | 1995–2008               | 1995–2008               | 1995–2008                          | 1995–2008                    | 1995–2008                | 1995–2008                 |
| N × T                          |      | 17 × 12                     | 17 × 12                    | 17 × 12                     | 17 × 12                          | 17 × 12                 | 17 × 12                 | 20 × 12                            | 21 × 12                      | 12 × 12                  | 22 × 12                   |
| Тест Саргана (p-value)         |      | 11,831<br>(0,961)           | 16,262<br>(0,803)          | 15,073<br>(0,859)           | 10,482<br>(0,981)                | 15,191<br>(0,854)       | 12,681<br>(0,9417)      | 16,060<br>(0,813)                  | 18,418<br>(0,681)            | 4,486<br>(1,000)         | 14,770<br>(0,872)         |
| Тест для AR (1) (p-value)      |      | 1,321<br>(0,186)            | 1,137<br>(0,256)           | 0,159<br>(0,874)            | -0,283<br>(0,777)                | -2,308<br>(0,021)       | -2,931<br>(0,003)       | -1,666<br>(0,096)                  | -2,661<br>(0,008)            | -0,846<br>(0,397)        | -3,0001<br>(0,003)        |
| Тест для AR (2) (p-value)      |      | -1,375<br>(0,169)           | -2,056<br>(0,040)          | -1,932<br>(0,053)           | -1,952<br>(0,051)                | -1,004<br>(0,315)       | 1,489<br>(0,137)        | 1,343<br>(0,179)                   | -1,997<br>(0,046)            | 1,011<br>(0,312)         | -0,889<br>(0,374)         |

Примечание: двухшаговая GMM-оценка (М. Арелано и С. Бонд, 1991).

В круглых скобках указаны стандартные ошибки; \* — значимо на уровне 10 %; \*\* — значимо на уровне 5 %; \*\*\* — значимо на уровне 1 %.

Источник: рассчитано автором.

Подводя итоги, можно сказать, что ни один из показателей финансовой глобализации не отразил важного доказательства в пользу главной гипотезы — финансовое развитие страны тем выше, чем выше степень ее вовлеченности в мировую финансовую систему. Тем не менее международные потоки частного капитала (FLOW) оказывают позитивное влияние на рынок ценных бумаг. С другой стороны, открытый внешнеторговый режим (ХМ) ухудшает качество информации системы, но влияет положительно на корпоративное управление.

Финансовые системы имеют различные уровни развития, но в рамках финансовой глобализации они взаимодействуют таким образом, что наименее развитые из них могут приобретать самые лучшие финансовые практики с процессом *catching up* и способствовать эффективному выполнению основных функций национальной финансовой системой.

Эмпирическое доказательство связи «финансовая глобализация — финансовое развитие» значительно увеличилось в предыдущем десятилетии, но показатели финансового развития неправильно отражали теорию. В настоящем исследовании используются новые показатели, которые точнее демонстрируют главные функции финансовой системы и поэтому повышают уровень теоретического изучения финансового развития.

Предыдущие эмпирические результаты анализировали выборки по развитым и отсталым странам. Общим для них является то, что прослеживается положительная связь между финансовой глобализацией и финансовым развитием, но только в случае развитых стран и формирующихся рынков. Также результаты этого исследования наводят на мысль, что в переходных странах не существует сильного доказательства положительной связи между этими двумя процессами, но есть позитивное влияние глобализации на рост рынка ценных бумаг. В то же время нельзя сделать однозначный вывод, что финансовая глобализация негативно влияет на финансовую систему. Результаты устойчивы на многих альтернативных показателях.

Интересный результат: открытый внешнеторговый режим (ХМ) улучшает корпоративное управление. Это доказательство в пользу гипотезы Р. Раджана и Л. Зингалеса<sup>30</sup>, которые утверждают, что открытый режим, финансовый или внешнеторговый, способствует финансовому развитию. Напротив, ХМ ухудшает предоставление информации в рамках финансовой системы.

Рекомендация для тех, кто принимает решения об экономической политике в странах с переходной экономикой, — продолжать интеграцию и процесс либерализации и способствовать движению капиталов, потому что переходные страны имеют очень низкий уровень по сравнению с развитыми. Другие исследования советовали то же самое для отсталых стран. С другой стороны, можно рекомендовать переходным странам вначале достигнуть высокого уровня финансового развития и только потом начинать вводить открытый режим, который усилит это развитие.

Будущие исследования должны анализировать другие факторы, которые влияют на финансовое развитие в переходных странах, и показывать, какие условия необходимы для получения позитивных эффектов от финансовой глобализации. Например,

---

<sup>30</sup> См.: Rajan R. G., Zingales L. *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century* // *Journal of Financial Economics*. — 2003. — 69. — P. 5–50.

для анализа институциональной структуры нужно строить новые институциональные показатели, потому что существующие сейчас почти не изменяются в течение исследуемого периода и поэтому не помогают изучению. Наконец, надо обратить внимание на развитие теории, потому что она основывается на эконометрическом эмпирическом исследовании, тогда как должно быть наоборот.

### **Библиография**

1. Arellano, M., Bond, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations // *The Review of Economic Studies*. — 1991. — 58. — P. 277–297.
2. Arestis, P., Nissanke, M., Stein, H. Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory // *Eastern Economic Journal*. — 2005. — 31 (2). — P. 245–63.
3. Baltagi, B., Demetriades, P., Law, S. H. Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data // *Journal of Development Economics*. — 2009. — 89. — P. 285–296.
4. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. Financial Institutions and Markets across Countries and over Time Data and Analysis // World Bank, Policy Research Working Paper No. 4943. — 2009.
5. Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. Growth Volatility and Equity Market Liberalization // *Journal of International Money and Finance*. — 2006. — 25. — P. 370–403.
6. Buitier, W., Taci, A. Capital Account Liberalization and Financial Sector Development in Transition Countries // *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future* / Bakker, F. P., Chapple, B. eds. — Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2003. — P. 105–141.
7. Chinn, M. D., Ito, H. A New Measure of Financial Openness // *Journal of Comparative Policy Analysis*. — 2008. — 10 (3). — P. 309–322.
8. De Gregorio, J. Financial Integration, Financial Development and Economic Growth // *Estudios de Economía*. — 1999. — 26 (2). — P. 137–161.
9. Do, Q., Levchenko, A. Trade and Financial Development // World Bank, Policy Research Working Paper No. 3347. — 2004.
10. Eichengreen, B., Leblang, D. Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? // NBER, Working Paper No. 9427. — 2003.
11. Huang, Y. What Determines Financial Development? // University of Bristol, Discussion Paper No. 05/580. — 2005.
12. Kose, M. A., Prasad, E. S., Terrones, M. E. How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels // IZA, Discussion Paper No. 2903. — 2007.
13. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. Law and Finance // *Journal of Political Economy*. — 1998. — 106 (6). — P. 1113–1155.
14. Lane, P., Milesi-Ferretti, G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 // IMF, Working Paper No. 06/69. — 2006.
15. Levine, R. Finance and Growth: Theory and Evidence // *Handbook of Economic Growth* / Aghion, P., Durlauf, S. eds. — Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, 2005. — P. 865–934.
16. Naceur, S. B., Ghazouani, S., Omran, M. Does Stock Market Liberalization spur Financial and Economic Development in the MENA Region // *Journal of Comparative Economics*. — 2008. — 36. — P. 673–693.
17. Obstfeld, M. International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? // World Bank, Commission on Growth and Development, Working paper No. 34. — 2008.
18. Obstfeld, M. Risk-Taking, Global Diversification, and Growth // *American Economic Review*. — 1994. — 84. — P. 1310–1329.
19. Obstfeld, M., Taylor, A. M. Globalization and Capital Markets // *Globalization in Historical Perspective* / Bordo, M. D., Taylor, A., Williamson, J. G. eds. — Cambridge, Ma., NBER, 2003. — P. 121–188.
20. Rajan, R. G., Zingales, L. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century // *Journal of Financial Economics*. — 2003. — 69. — P. 5–50.
21. Roubini, N., Sala-i-Martin, X. A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression // *Journal of Monetary Economics*. — 1995. — 35. — P. 275–301.
22. Stiglitz, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability // *World Development*. — 2000. — 28 (6). — P. 1075–86.